

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15620061151013

UDC _____

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

对低通胀与资产价格泡沫、信贷膨胀并存现象的一种解读

An Interpretation of the Coexistence of Low Inflation,
Bubbles and Credit Expansion

颜长江

指导教师姓名: 邱崇明 教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩时间: 2009 年 月

学位授予日期:

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2009 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声 明 人 （ 签 名 ）：

年 月 日

内容摘要

过去二十多年来，发达国家经济金融领域出现一种值得注意的现象，就是一般物价与资产价格、（投资）、信贷的走势出现背离的趋势。无独有偶，上述现象在中国也同样存在。这个相互矛盾的现象似乎提示，现有的通货膨胀目标制（或者更广义的货币供给调控机制）尽管在稳定物价方面是行之有效的，但在抑制资产价格泡沫和信贷膨胀上却不如人意，因此这种制度并不能有效地保证经济的平稳运行。

对这一现象的成因，有的学者认为，可能是因为在过去的几十年中经济社会中发生了深刻的结构性变革。本文认为这一解释失之笼统，上述现象的存在，与伯南克等学者提出的“金融加速器”机制有密切联系。“金融加速器”机制作用于银行信贷的需求和供给两个方面，致使银行信贷出现明显的顺周期性。另外，还与理论与实务界对虚拟经济活动所提出的货币需求的性质普遍存在认识误区有关，这种认知偏差导致了在泡沫产生时，诸如首付比率的杠杆管理工具没有随之调整，造成投资者承担的风险下降，刺激了对资产的过度需求，最后推动了泡沫和信贷的轮番膨胀。

有鉴于此，本文从金融加速器和跨期融资与泡沫融资这两大层面，分析了低通胀和泡沫、信贷膨胀并存现象产生的机理，其中还对股市、房市与货币需求的关系进行实证研究，并对这种关系的实质做了探讨。在深入剖析造成上述背离现象的原因以后，本文提出了完善现有货币供给机制的政策建议，以期对上述问题的解决略尽自己的绵薄之力。

关键词：金融加速器、顺（亲）周期性、跨期融资、泡沫融资

ABSTRACT

Over the past two decades, there is a phenomenon worthy of noting appears in the economic and financial fields in the developed countries. That is the reverse trend between general price and assets price, (investment) and credit. Coincidentally, this phenomenon exists in China too. This contradictory situation seems to prompt that the present Inflation Targeting System (or more generalized money supply system) doesn't do very well in restraining the bubbles and credit expansion, even though it is effective to control inflation. Therefore, this system can not effectively ensure the smooth running of the economy.

For the reason of this phenomenon, some scholars think it is because three reforms have happened over the past several decades. This article thinks it is too general. We think that this phenomenon has a close relationship with the "financial accelerator" mechanism brought forward by Bernanke .B. S, M. Gertler and S.Gilchrist. The "financial accelerator" causes the pro-cyclicality of banking credit by reacting in two respects: demand and supply respects of banking credit. In addition, It also relates with the misreading of the character of the money demand required by fictitious economy which is hold by academic and practiced fields. When bubbles appear, this misreading causes that the risk undertook by the investors become lower (for example, the leverage rate doesn't adapt in time). Then it will cause over-demand of assets and finally promote the gyroidal expansion of bubbles and credit.

For this, this article will analyze this phenomenon from two respects: "financial accelerator" and financing through the cycles and bubbles. At the same time, this article offers a demonstration and academic analysis for the relationship between stock market, real estate market and money demand. Under this analysis, we offer some policy suggestions at the end of this article. We hope that, this article can make some contribution for the solution of the problems mentioned in the article.

Keywords: Financial Accelerator, Pro-cyclicality , Financing through the Cycles and Bubbles

目 录

第一章 绪论	1
1.1 问题的提出	1
1.2 文章架构	9
1.3 研究方法	10
第二章 低通胀与资产价格泡沫及信贷膨胀并存现象的成因解析之	
一 基于“金融加速器”视角	11
2.1 “金融加速器”理论的产生、发展和模型简介	11
2.1.1 “金融加速器”的概念	11
2.1.2 “金融加速器”的理论模型及发展	11
2.2 “金融加速器”与银行信贷的顺周期性	15
2.2.1 信贷需求方面引致的银行信贷顺周期性	15
2.2.2 信贷供给方面引致的银行信贷顺周期性	17
第三章 低通胀与资产价格泡沫及信贷膨胀并存现象的成因解析之	
二 基于跨期融资与泡沫融资视角	21
3.1 文献回顾	21
3.2 虚拟经济与货币需求关系的实证分析	25
3.2.1 实证方法的选择	25
3.2.2 变量的选择和数据来源	27
3.2.3 股票市场的实证分析	28
3.2.4 房地产市场的实证分析	32
3.2.5 几点结论	35
3.3 虚拟经济与货币需求关系理论分析	36
3.3.1 对虚拟经济的货币需求应当给予足够重视	36
3.3.2 如何看待资产价格是 M_2 和中长期贷款的格兰杰成因?	37
3.3.3 “货币沉淀”——对“ M_2 不是股指的格兰杰成因”的一种尝试性解	

读	43
第四章 缓解低通胀与泡沫及信贷背离的对策建议	46
4.1 缓解“金融加速器”效应的对策	46
4.2 缓解银行信贷冲动的贷款准备金制度	47
4.3 使用动态杠杆比率调控手段	50
4.4 缓解“货币沉淀”问题的政策建议	51
4.5 审慎推进金融自由化	52
结束语	53
参考文献	54
后记	56

Contents

Chapter 1 Introduction	1
1.1 Bringing forward the problem	1
1.2 Framework of the Article.....	9
1.3 Research methods.....	10
Chapter 2 The first one interpretation for the co-existence of lower inflation,bubbles and credit expansion- based on “financial accelerator” respect.....	11
2.1 The generation、development and model introduction of “financial accelerator”	11
2.1.1 The conception of “financial accelerator”	11
2.1.2 The model and development of “financial accelerator”	11
2.2 Pro-cyclicality and “financial accelerator”	15
2.2.1 Elements in the demand respect of credit causing the pro-cyclicality of banking credit	15
2.2.2 Elements in the supply respect of credit causing the pro-cyclicality of banking credit.....	17
Chapter 3 The second one interpretation for the co-existence of lower inflation,bubbles and credit expansion-based on financing through the cycle and bubbles.....	21
3.1 Literatures retrospect.....	21
3.2 Demonstration of the relationship between Fictitious Economy and money demand.....	25
3.2.1 Methods choice of demonstration	25
3.2.2 Variables choice and Data source	27
3.2.3 Demonstration based on Stock Market	28

3.2.4 Demonstration based on Real Estate Market	32
3.2.5 Conclusions of the demonstration	35
3.3 Academic analysis of the relationship between Fictitious Economy and money demand	36
3.3.1 Paying great attention to the money demand of Fictitious Economy	36
3.3.2 How to look upon the granger reason between assets price and M_2 and medium and long-term loan	37
3.3.3 “Money Deposition”-a tentative interpretation for “ M_2 is not the granger reason of stock price index”	44
Chapter 4 Countermeasures’ suggestions for the relaxation of the deviation of bubbles, credit expansion and lower inflation	46
4.1 Countermeasures for the relaxation of the “financial accelerator” effect....	46
4.2 Loan reserve mechanism for the relaxation of the credit actuation	47
4.3 Using dynamic lever ratio as a controlling tool	50
4.4 Countermeasures for the relaxation of the problem of “money deposition”	51
4.5 Promoting the financial liberalization prudently	52
Concluding Remarks	53
Reference	54
Postscript	56

第一章 绪论

1.1 问题的提出

过去二十多年来，发达国家经济金融领域出现一种值得注意的现象，就是一般物价与资产价格、（投资）、信贷的走势出现背离的趋势，国际清算银行货币与经济部部长威廉·怀特在国际清算银行的一篇论文中回顾过去几十年来的经济发展状况时，发现了四组引人注目的观察结果^[1]。第一组观察结果显示了通货膨胀的水平及波动性出现了下降；第二组观察结果显示了在通货膨胀的短期波动性也呈现下降趋势的同时，实体经济却增长迅速；第三组观察结果显示信贷、资产价格和投资的“繁荣萧条周期”日益明显，通常还伴随着各种类型的金融危机^①。

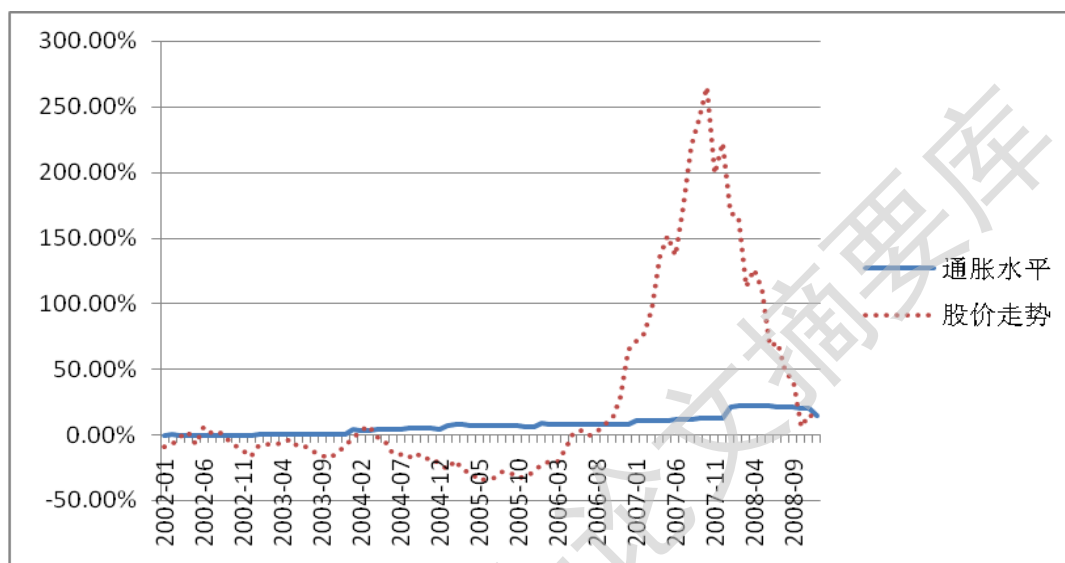
从前两组观察结果来看，在过去的几十年中，货币供给调控机制取得了极大的成功。一方面降低了通货膨胀水平及其波动性，另一方面实现了实体经济的快速发展。但是，从后两个观察结果来看，现有的货币供给调控机制似乎又存在着很大的缺陷。因为信贷、资产价格和投资的周期波动性没有得到很好的控制，突出地表现在过去的几十年中全球金融体系不断爆发破坏性的事件，而且种类不断翻新，金融市场短期价格波动及市场流动性的枯竭不时成为混乱的根源^[1]。

过去几十年中，金融市场最显著的发展也许就是信贷与资产价格“繁荣萧条周期”的增强，这往往伴随着实际固定资产投资的高速发展。20 世纪 70 年代早期，工业化国家经历了信贷和资产价格，尤其是股票和房地产价格的迅猛上涨。第二个周期开始于 20 世纪 80 年代中期，结束于 20 世纪 90 年代早期，突出地表现在日本和北欧国家。从 20 世纪 90 年代末期开始，经济状况开始转好，我们进入了第三个周期的繁荣阶段，而 2007 年初出现的次贷危机，以至后来引发的全球金融海啸，又一次以危机的方式结束了一轮经济周期。

无独有偶，上述背离现象在中国也同样存在（见图 1.1-1.3）。

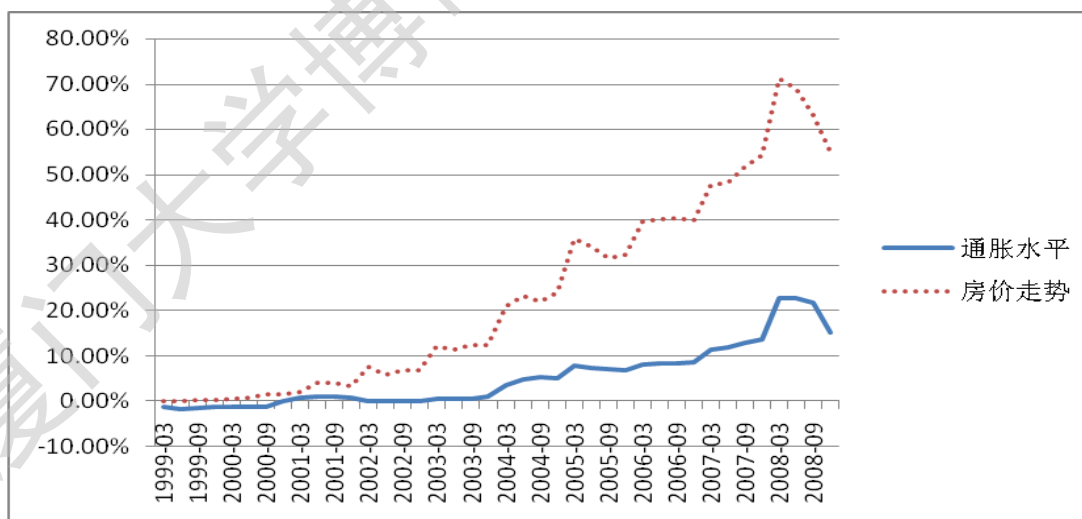
^①第四组观察结果显示全球贸易失衡不断加剧，美国的贸易赤字以及债务积累也不容忽视。

图 1.1 2002. 01-2008. 12 中国通胀水平和股指波动情况比较^②



基期为：2001 年 12 月 数据来源：中经网

图 1.2 1999 第 1 季度-2008 第 4 季度 中国通胀水平与房价波动情况比较

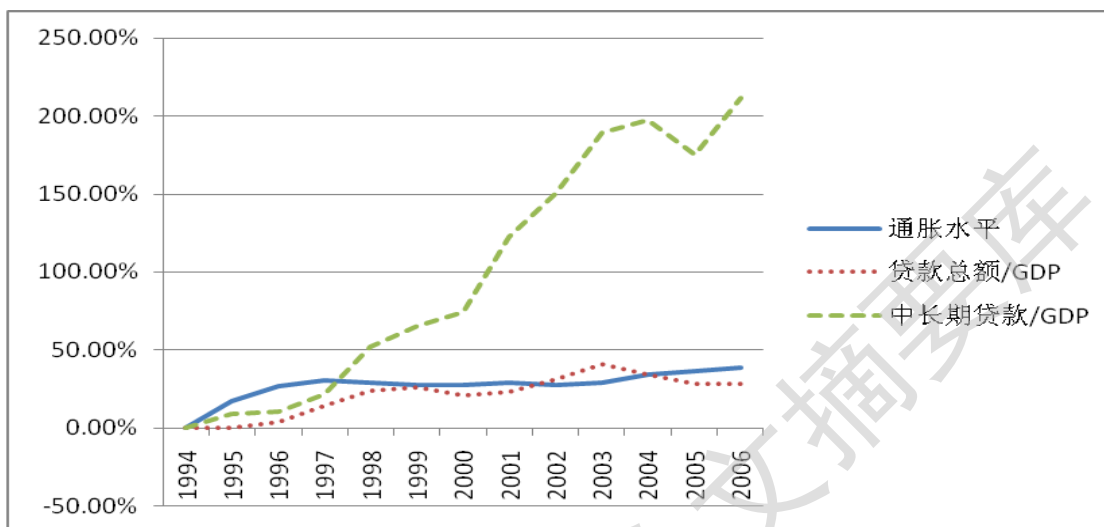


基期：1998 年第 4 季 数据来源：中经网

^② 通胀水平及其它各指标走势的计算公式为： $\frac{p_t - p_0}{p_0}$ ，这样就可以表明各指标相对于基期的变化情况并在各

指标之间做比较分析，图 1.2 和 1.3 的计算方法相同。其中 p_t 和 p_0 分别代表 t 期和基期的通货膨胀率（及其它指标）。

图 1.3 1994 年-2006 年中国通胀水平与信贷/GDP 波动情况比较



基期：1994 年 数据来源：中经网

从上面几张图可以看出以下几点：

第一，尽管 2006 年以来，我国通货膨胀出现加速趋势，但如果将通货膨胀率的变化放在一个较长的时间跨度观察，那么，通货膨胀率的波动显然要比股价、房价及信贷的膨胀速度要低得多。

第二，股价的变化和通胀水平基本上不存在相关关系，股价的走势不受通胀走势的影响，且其波动明显背离通胀率波动。

第三，房价的走势和通胀水平具有较强的同步性，但是二者的差距在不断扩大。2001-2003 年当经济尚未走出通货紧缩的阴影，物价还出现负增长时，房价就已开始上升，在此之后房价一路走高，与一般物价涨幅之间的差距不断扩大，更为直观地可以见表 1.1 和图 1.4。从表 1.1 和图 1.4 可见，房价指数的增长水平在长期内呈现与通胀水平增长不断扩大的趋势，即体现为二者环比差额多数呈现正值，且差额较大。

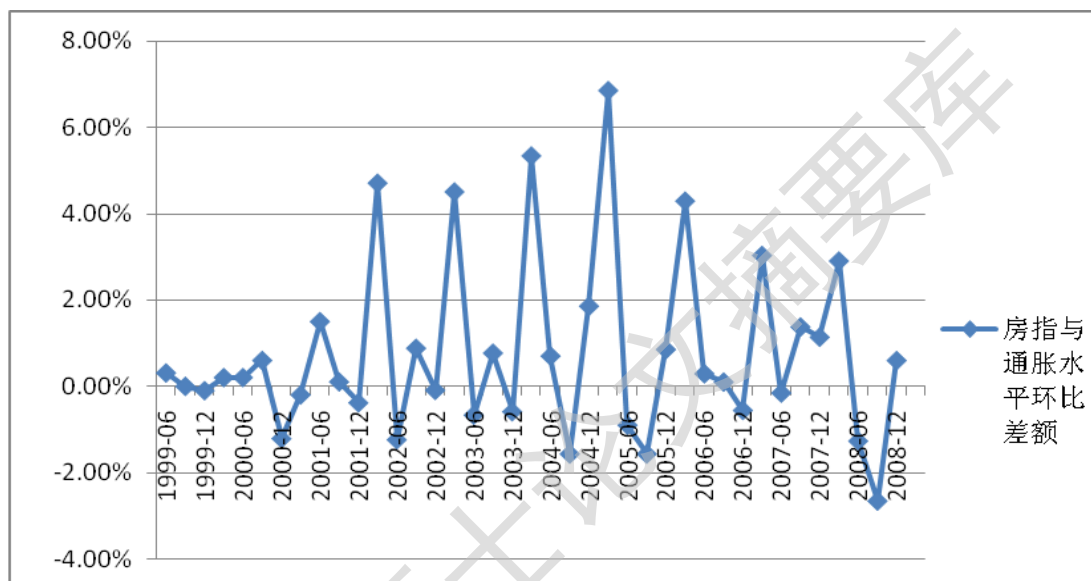
第四，信贷总额与 GDP 比值与通胀水平之间波动的幅度大致相等且同步，但是，中长期信贷与 GDP 的比值与通胀水平之间存在日益扩大的背离现象，信贷增长速度远远超过通胀率。中长期信贷是固定资产投资的资金来源，面临着更大的不确定性，因此承担的风险也较大。我国中长期贷款余额占贷款总余额的比重连年增大（见图 1.5），给我国宏观经济的平稳运行埋下了隐患。

表 1.1 1999—2008 年房指和通胀水平季度环比数据及比较

日期	房指环比数据	通胀水平环比数据	二者差额
1999-06	-0.10%	-0.41%	0.31%
1999-09	0.20%	0.20%	0.00%
1999-12	0.10%	0.20%	-0.10%
2000-03	0.30%	0.10%	0.20%
2000-06	0.20%	0.00%	0.20%
2000-09	0.70%	0.10%	0.60%
2000-12	0.00%	1.21%	-1.21%
2001-03	0.50%	0.70%	-0.20%
2001-06	1.89%	0.40%	1.49%
2001-09	0.00%	-0.10%	0.10%
2001-12	-0.68%	-0.30%	-0.39%
2002-03	4.10%	-0.60%	4.70%
2002-06	-1.44%	-0.20%	-1.24%
2002-09	0.88%	0.00%	0.88%
2002-12	-0.10%	0.00%	-0.10%
2003-03	5.00%	0.50%	4.50%
2003-06	-0.57%	0.10%	-0.67%
2003-09	0.86%	0.10%	0.76%
2003-12	-0.09%	0.50%	-0.59%
2004-03	7.60%	2.27%	5.33%
2004-06	1.95%	1.26%	0.69%
2004-09	-1.09%	0.48%	-1.57%
2004-12	1.66%	-0.19%	1.85%
2005-03	9.60%	2.76%	6.84%
2005-06	-1.37%	-0.46%	-0.91%
2005-09	-1.85%	-0.28%	-1.57%
2005-12	0.66%	-0.19%	0.85%
2006-03	5.50%	1.22%	4.28%
2006-06	0.38%	0.09%	0.29%
2006-09	0.09%	0.00%	0.09%
2006-12	-0.38%	0.18%	-0.56%
2007-03	5.70%	2.67%	3.02%
2007-06	0.38%	0.54%	-0.16%
2007-09	2.26%	0.89%	1.37%
2007-12	1.75%	0.62%	1.13%
2008-03	10.90%	8.00%	2.90%
2008-06	-1.35%	-0.08%	-1.27%
2008-09	-3.47%	-0.81%	-2.66%
2008-12	-4.83%	-5.42%	0.59%

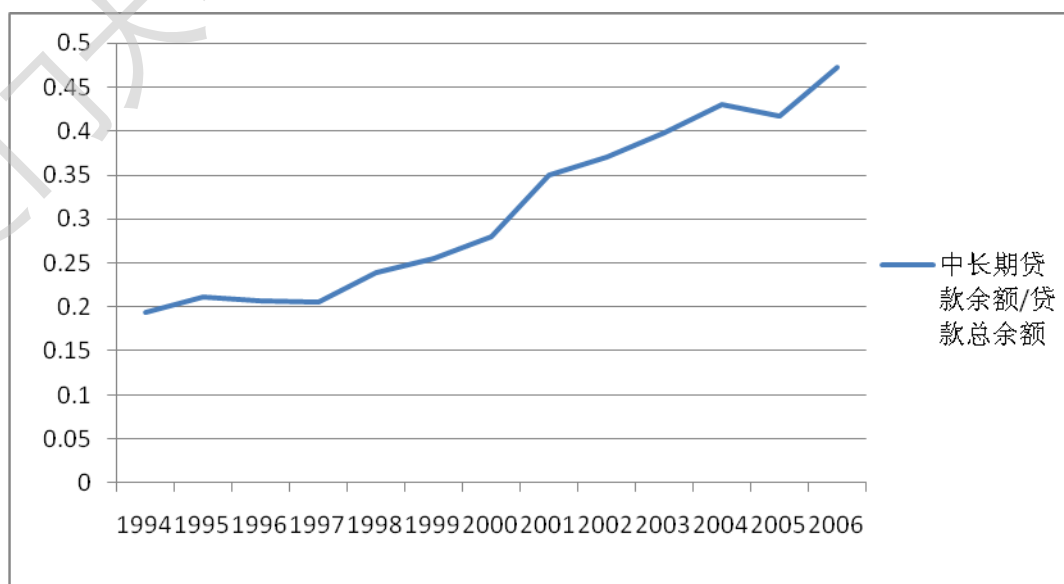
数据来源：中经网

图 1.4 房指与通胀水平环比差额



基期：1996 年第 1 季度 数据来源：中经网

图 1.5 中长期贷款余额占贷款总余额比例



数据来源：中经网

从上述图表可以看出中国经济的运行中也同样存在实体经济平稳和资产价格高涨及信贷规模过度扩张的背离现象。

上述相互矛盾的统计数据似乎提示，现有的通货膨胀目标制度（或者更加广义的货币供给调控机制）尽管在稳定物价方面是行之有效的，但在抑制资产价格泡沫和信贷膨胀上却不如人意，因此这种制度并不能有效地保证经济的平稳运行。更为严重的是，对于通货膨胀目标制的拘泥，会给整个宏观经济的运行带来严重的后果。本文认为，1997年的亚洲金融危机和当前的世界性金融风暴，从本质上来说，就是缘于上述背离现象的长期存在和不断加剧，最终经济的不均衡以危机爆发的形式得以调整并走向新的均衡。只要这一问题没有得到根本解决，经济失衡将会往复出现，经济危机也将反复上演。对一现象的成因，怀特认为，可能与在过去的几十年中经济社会中发生了三次深刻的结构性变革有关^[1]。第一次结构变化发生在实体经济方面，从20世纪80年代末开始中国及其他计划经济体的市场化改革，使中国经济迅速增长，这在某种程度上对抑制全球的通货膨胀产生了积极的作用，通货膨胀目标制的成功在多大程度上是源于这个原因还无法考量。第二次结构变革是指“通货膨胀目标制”的推广实施。该政策只关注于将通货膨胀控制在较低的水平，认为“只要控制住通胀，一切都好办”，这一政策思想限制了货币当局观察经济运行的视野，并且所采用的通胀指标也仅仅覆盖了实体经济部门，而未关注资产价格的变动。第三次结构变革是全球金融市场的自由化，其发展速度受到技术进步的大力推动。突出地表现在全球资本市场的迅速繁荣发展，虚拟经济相对于实体经济的比重迅速上升，已经从本质上改变了世界经济的结构。经济的日益虚拟化，使得人们再也无法回避它，且经济运行中的风险也越来越频繁地反映在虚拟经济领域。本文认为，怀特的这一看法有一定的道理，但失之笼统，没有从货币政策角度对上述背离现象的产生原因进行剖析，因此不能对这一问题的解决提供什么有效的对策建议。

本文认为，上述现象的存在，与伯南克等学者提出的现实经济运行中的“金融加速器”机制有密切联系^[2]。其实，早在金融加速器理论提出以前，人们就已发现金融体系本身具有亲周期的特点。所谓亲周期也称为亲经济周期效应，从广义上可以定义为主要金融变量（如信贷、利差、期限、贷款损失准备等）与实体经济变量随着经济周期的共同运动（Burton, 2004）^[3]。亲周期效应具有两重性，一方面，在

一定程度上,这种经济变量之间的共同运动,特别是信贷增长是正常的;另一方面,这种效应也使经济周期性波动得以放大,加剧了经济的不稳定,甚至引起经济金融危机。金融加速器理论为分析借款人抵押品、净资产的价值在经济周期性波动中所起的作用提供了一种标准化的分析工具,但遗憾的是,这一理论从问世以来,似乎更多地是被用来解释“小冲击,大波动”这一经济现象的原因,以及作为反对央行干预资产价格泡沫的论据,而它更大的应用价值——预防泡沫和信贷之间的互相追逐,轮番上涨,减轻银行信贷的顺周期性,却未得到人们的足够重视。

2004年6月巴塞尔委员会《关于统一银行资本计量和资本标准的国际协议:修订框架》(以下简称“新资本协议”)公布^[4],新资本协议建立了有效资本监管的三大支柱,即最低资本要求、资本充足率的监管检查程序和信息披露。在第一支柱框架下,允许商业银行采用复杂程度不同的方法计提资本,其中信用风险包括标准法、初级内部评级法和高级内部风险评级法。信用风险内部评级法(IRB)是新资本协议的核心。新资本协议的公布,引起业界对银行资本亲经济周期效应问题的关注,一些学者沿着与金融加速器类似的思路,研究内部评级法的亲周期效应,得出一些令人感兴趣的结论。大部分研究认为,实施内部评级法后信用风险的监管资本要求将发生周期性波动,引起信贷供给的波动幅度扩大,导致实体经济的周期性波幅放大。巴塞尔委员会的调查结果则表明,全球范围内大多数大型商业银行都将采用内部评级法,由于大型商业银行是信贷供给的主体,因此新资本协议的实施将对宏观经济产生负面影响是毋庸置疑的。但美中不足的是,这些研究局限于从完善内部评级法角度来缓解银行信贷的顺周期性,视野比较狭窄,对于如何通过创新货币政策工具来解决狭义价格和广义价格稳定目标的冲突,打破资产价格泡沫和信贷扩张的恶性循环则乏善可陈。

本文认为,对于上述背离现象的继续深入研究具有重要的理论和现实意义,因为上述背离现象的产生和存续,已经给宏观经济的平稳运行带来了新的重大变数:

第一、对通货膨胀目标制的合理性提出了严峻挑战。通货膨胀目标制建立在物价稳定与金融稳定是一致的且相互加强的假设基础上,但这个假设是一个很强的假设,实际情况于该假设相差甚远。从理论上讲,物价稳定是货币政策的首要目标,

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库